

DECIZIA DE FINANȚARE PE TERMEN LUNG LA NIVELUL FIRMELOR

**prof. univ. dr. Dobrotă Gabriela,
asist. univ. Chirculescu Maria Felicia**
Universitatea “Constantin Brancusi” din
Târgu-Jiu

Rezumat : *Dezbaterile privind finanțarea necesităților înregistrate la nivelul firmelor au reprezentat o permanentă preocupare a specialiștilor în domeniu dar mai ales a managerilor. Opinia majoritară este aceea că finanțarea investițiilor trebuie să se realizeze din surse ce au caracter de permanență. Însă, o problemă importantă al cărei răspuns nu este ușor de determinat, este proporția în care se pot utiliza sursele proprii, împrumutate sau închiriate, astfel încât să se înregistreze cel mai mic cost de finanțare. Întrucât acționarii solicită o remunerare a capitalurilor superioară plasamentelor de pe piața financiară, managerii trebuie să urmărească diminuarea costului capitalului împrumutat și creșterea ratei rentabilității financiare. În lucrare sunt prezentate aspecte referitoare la structura surselor potențiale și fundamentarea deciziei de finanțare pe baza costului aferent fiecărei posibilități de finanțare.*

Cuvinte cheie: finanțare, firme, management, investiții, acționari, diminuarea costului capitalului împrumutat.

1. Introducere

Desfășurarea activității la nivelul unei firme generează necesități importante de finanțare aferente ciclului de exploatare dar și activităților de dezvoltare, restructurare sau modernizare. Pentru finanțarea acestora se pot utiliza resurse interne dar și resurse externe. De regulă, activitatea de investiții este cea mai importantă „consumatoare” de resurse externe. În condițiile în care firma dispune de mai multe posibilități de finanțare a activității sale, se pune problema de a alege pe acelea care se pretează cel mai bine nevoilor sale. Această selecție se face ținând cont de anumite condiții care

LONG TERM FINANCING DECISION AT THE LEVEL OF COMPANIES

**Prof. PhD Dobrotă Gabriela,
Asist. Chirculescu Maria Felicia**
“Constantin Brancusi” University of
Targu-Jiu

Abstract: *Debates on the financing needs registered a firm levels were a constant concern of specialists but especially managers. Majority opinion is that the financing of investment must be made by sources having character of permanence. However, a problem whose answer is not easily determined is the degree to which it may use its own sources, borrowed or rented, to record the lowest financing cost. Since the shareholders require a higher remuneration of capital investments superior to those on the financial market, managers must seek to reduce the cost of borrowed capital and the growth rate of financial return. In this paper are presented issues relating to the structure and potential sources and funding the decision on cost related to each funding opportunities.*

Key words: financing, firms, management, investments, reduction of the cost of borrowed capital.

1.Introduction

Conducting business at a company generates significant funding necessities for the cycle of exploitation and development activities, restructuring and modernization. For funding these there can be used internal resources and external resources. Typically, the most important investment is the external resources “consumer”. Given that the company has several options for financing the business, the question is to choose those which suites its needs. This selection is done taking into account the specific conditions

limitează aria posibilităților de procurare de resurse. Acoperirea deficitului de resurse pe termen lung se poate realiza prin apelarea la sistemul bancar, piața de capital, firme specializate sau stat. Întrucât aceste resurse intră în componența capitalului permanent, regăsindu-se în mecanismul financiar al firmei o perioadă lungă de timp, se impune o fundamentare pertinentă a deciziei de finanțare. În acest sens, raportul dintre finanțarea prin îndatorare și capitalurile proprii trebuie să asigure cel mai mic cost de finanțare, decizia de finanțare bazându-se pe optimizarea proporției dintre sursa de finanțare, alocarea și utilizarea fondurilor și obținerea de excedente financiare viitoare ce vor permite rambursarea împrumuturilor și dezvoltarea activității.

Stabilirea unei structuri financiare este o decizie importantă ce intră în sfera politicii financiare a firmei. Astfel, trebuie să se decidă modalitatea de repartizare a finanțării între datoriile pe termen scurt și utilizarea capitalurilor permanente. De asemenea, analiza trebuie adâncită pe structura capitalurilor permanente, impunându-se alegerea proporției dintre capitalurile proprii și cele împrumutate pe termen mediu și lung. Decidenții trebuie să adopte decizia de finanțare pornind de la capacitatea de îndatorare, nivelul rentabilității financiare, tipul necesităților de finanțare, previziunile cash-flow-urilor viitoare. Nu trebuie omis însă faptul că decizia de finanțare este supusă și influenței exercitată de evoluția unor indicatori macro-economici: inflație, rata dobânzii, cursul de schimb, PIB dar și de componenta fiscală și cea legislativă. Pornind de la aceste precizări, vom încerca să evidențiem o posibilitate de fundamentare a deciziei de finanțare pe termen lung, prin analiza opțiunilor existente la dispoziția unei firme.

2. Finanțarea prin credit bancar

Creditele bancare sunt contractate pe perioade de timp stabilite prin contractul încheiat între instituția bancară și solicitant, pentru obiective bine precizate. Ele sunt generatoare de costuri sub forma dobânzilor și comisioanelor bancare ce pot fi achitate lunar, anual, la sfârșitul perioadei, respectiv în momentul contractării

which limit the scope of opportunities to purchase resources.

Cover the deficit of resources in the long term can be achieved through the banking system, capital markets, specialized companies or state. Since these resources fall within the permanent capital, is imposed a background relevant to the financing decision. In this respect, the ratio of debt financing and equity must ensure lowest financing cost, the financing decision is based on optimizing the proportion of funding source, allocation and use of funds and obtaining financial future surpluses will allow reimbursement lending and development activities.

Establish a financial structure is an important decision that fall within the financial company. Thus, should decide the allocation of funding between short-term debts and use the permanent capital. Also, analysis should be steeped on the structure of permanent capital structure, imposing the choice of the proportion of equity and borrowed the medium and long. Decident parties must adopt the financing decision from the ability of indebtedness, the financial profitability, the type of funding needs, the cash flow's future. Should not be missed the fact that the decision is subject to funding and influence the evolution of macro-indicators economic: inflation, interest rates, exchange rates, GDP and by the fiscal and legislative component. Based on these clarifications, we will try to highlight a possible background of the decision of long-term financing by Opt in the existing analysis to a firm.

2. Bank loan financing

Bank loans are contracted for periods of time established by contract between the bank and the applicant, for well defined objectives. They are costs generators as interest and bank fees to be paid monthly, annually, at the end of the period and at the time of contracting (bank charges and commissions). Credit conditions

(comisioane și speze bancare). Condițiile creditului, respectiv rata dobânzii, termenul de rambursare, eventuala perioadă de grație, penalizări pentru nerespectarea clauzelor contractuale ș.a., se negociază între bănci și debitori. Nivelul dobânzii la creditele bancare este mai ridicat decât cel utilizat de organisme financiare specializate. Mărirea costului creditului bancar, respectiv rata dobânzii este determinată de trei factori: volumul creditului, rata dobânzii și timpul de creditare. Rambursarea creditelor se realizează în conformitate cu situația privind eşalonarea ratelor și a dobânzilor anual, semestrial, trimestrial sau lunar, prin anuități constante sau variabile ori o singură dată, la scadența finală, cu sau fără perioadă de grație. Pe baza acesteia, compartimentul financiar al firmei determină fluxurile financiare generate de decizia de creditare ce pot fi incluse în bugetul de venituri și cheltuieli. Costul unui credit bancar pe termen mediu și lung de mărime C și care urmează a fi rambursat în anuitățile S_{ai} , $i = 1, 2, \dots, n$, poate fi măsurat prin costul actualizat. Acesta este dat de aceea rată de actualizare „ a ” care permite realizarea egalității dintre suma datoriilor contractate și anuități (rata de rambursat plus dobânda) actualizate cu această rată a :

$$C = \sum_{i=1}^n \frac{S_{a_i}}{(1+a)^i}$$

[1]

Anuitățile pot fi defalcate cu sau fără luarea în considerare a incidenței impozitului, precum și a modalităților de rambursare.

Pentru exemplificare, considerăm că în constituirea surselor de finanțare necesare realizării unui proiect de investiții, o firmă apelează la un credit bancar în valoare de 18912 euro, cu o rată a dobânzii de 10%/an. De asemenea, la angajarea creditului, banca percepe un comision de gestionare de 0,3% iar pentru asigurarea creditului încasează 1% din valoarea sumei împrumutate de firmă. Restituirea împrumutului se realizează anual, prin anuități constante. În acest context, costul total/an este determinat de: dobândă- 1024,36

respectiv interest rate, term of repayment, any grace period, penalties for breach of contract clauses, etc., are negotiated between banks and borrowers. Level of interest in bank loans is higher than that used by the financial specialist. Cost of bank loan size and interest rate is determined by three factors: the credit volume, interest rate and the lending. Repayment of loans is done in accordance with the situation regarding the staggering rates and annual interest, half, quarter or month, with constant or variable annuities or once at final maturity, with or without a grace period. Based on this the financial section of the company determines the financial flows generated by the decision of credit that can be included in budget revenue and expenditure. The cost of bank credit and long-term size of C and to be repaid in annuities S_{ai} , $i = 1, 2, \dots, n$, can be measured by the cost update. This is given by the same updated rate "a" that allows equal amount of debt contracted and annuities (the rate of repayment plus interest) updated the rate of:

$$C = \sum_{i=1}^n \frac{S_{a_i}}{(1+a)^i}$$

[1]

Annuities can be broken down with or without consideration of tax incidence and the methods of reimbursement.

For example, consider the establishment of funding sources needs to carry out an investment project, a firm called a bank loan amounting to 18,912 euro, with an interest rate of 10% / year. Also, when contacting the credit, the bank receives a management fee of 0.3% for credit insurance and charge 1% of the amount borrowed by the company.

Loan repayment is done annually, through constant annuities. In this context, the total cost per year is determined by:

euro; comision de gestionare 56,74 euro; asigurare credit- 189,12 euro, rezultând un total de 1270,22 euro. În cazul în care împrumutul se rambursează într-o perioadă mai mare, costul de finanțare se poate determina conform relației prezentate anterior.

După cum am precizat, împrumuturile bancare pot fi rambursate și prin alte modalități, costul de finanțare fiind determinat de acestea. Indiferent însă de modul de rambursare, se poate concluziona faptul că acestea sunt generatoare de costuri ce pot influența semnificativ trezoreria firmei (mai ales că se percep și diverse comisioane de administrare, de asigurare, de rambursare etc) și impun grevarea capitalului propriu de garanțiile solicitate de bancă (uneori, garanțiile solicitate de bănci nu pot fi oferite de firmele solicitante, fapt ce impune orientarea spre alte modalități de finanțare, ce pot fi mai costisitoare). Însă, creditarea bancară pe termen mediu și lung a început să reprezinte și pentru firmele românești o opțiune selectată pentru asigurarea necesităților înregistrate de procesele de investire.

3. Creditul obligatar

Reprezintă o modalitate de constituire a resurselor financiare la nivelul firmei pe o perioadă mai mare de un an și se realizează prin emisiunea de obligațiuni, respectiv de titluri de valoare care conferă deținătorului dreptul la o dobândă anuală fixă, indiferent de rezultatele întreprinderii. Împrumutul obligatar are, de regulă, un cost mai mic decât subscrierile de capital. De asemenea, spre deosebire de emisiunea de acțiuni, utilizarea creditului bancar nu afectează rentabilitatea acționarilor, dreptul de proprietate al acestora și nici nu determină modificarea puterii de influență a acționarilor asupra firmei. În cazul unui împrumut obligatar clasic fără diverse comisioane, prime de emisiune sau de rambursare, costul actuarial este egal cu dobânda nominală. Pentru dimensionarea costului împrumutului obligatar se impune însă și identificarea altor categorii de cheltuieli, pe lângă dobândă, între care se înscriu: cheltuieli de emisiune, de publicitate, comisioane bancare, prime de emisiune, prime de rambursare ș.a..

Interest-1024.36 euro management fee 56.74 euro credit insurance 189.12 Euros, resulting in a total of 1270.22 euro. If the loan is repaid in a higher cost of financing can be determined according to the relationship outlined above.

As noted, bank loans can be repaid in other ways too, the cost of financing being determined by them. But whatever the mode of repayment is, it can be concluded that they are costs generators that could significantly influence the company's treasury (especially that perceive and various administrative fees, insurance reimbursement, etc.) and require charging equity guarantees needed by the bank (sometimes guarantees required by banks may not be offered to companies demanding, which requires a shift towards other ways of financing, which may be more expensive). However, bank loans and long-term began to be Romanian and an option selected to ensure the needs of registered investment processes.

3. Mortgage bond

Is a way of establishing the financial resources at the company for more than a year and is done by issuing bonds and securities that give the holder the right to a fixed annual interest rate, regardless of the results. Mortgage bond has typically a lower cost than equity subscriptions. Also, unlike the issue of shares, using bank credit does not affect the profitability of shareholders, ownership of and not cause any modification of the influence of shareholders on the company. If a classic mortgage bond without various commissions, bonus issue or refund the cost of actuarial interest rate equals the nominal. For sizing mortgage bond costs should be identified other categories of expenses, among which: the issuance expenses, advertising, banking commissions, bonus issue, etc. They are determined from the

Acestea se stabilesc de la început în cotă procentuală, urmând să fie deduse din suma totală a împrumutului.

Operațiunea de rambursare a împrumutului obligatar se realizează în conformitate cu scadențele înscrise în contract, astfel:

- prin anuități constante;
- prin serii egale;
- prin amortizare unică la sfârșitul duratei împrumutului;
- prin cupon zero.

Dacă avem în vedere un împrumut în valoare de 200000 lei, contractat pentru o perioadă de 4 ani cu o dobândă de 10%, valoarea nominală a unei obligațiuni fiind de 100 lei, se poate observa că amânarea plăților în timp implică un cost mai mare pentru emitentul de obligațiuni datorat eroziunii în timp a capitalului (tab. nr. 1 și 2).

beginning in the percentage to be deducted from the total amount of the loan.

Operation of the mortgage bond repayment is made in accordance with the deadlines included in the contract, such:

- Through constant annuities;
- Through equal series;
- Through single depreciation at the end of the term;
- Through zero coupon.

If we consider a loan worth 200,000 lei, contracted for a period of 4 years with interest at 10%, the nominal value of bonds is 100 lei, it can be seen that while delaying payments implies a higher cost for issuer of the bonds due to erosion over time of capital (tab. nr. 1 and 2).

Tabelul nr. 1. Rambursarea împrumuturilor obligatate prin serii egale și anuități constante

Elemente	Amortizare prin serii egale				Amortizare prin anuități constante			
	1	2	3	4	1	2	3	4
O_r	500	500	500	500	431	474	522	573
Amortizare anuală	50000	50000	50000	50000	43100	47400	52200	57300
Dobândă	20000	15000	10000	5000	20000	15690	10950	5730
Suma anuală de plată	70000	65000	60000	55000	63100	63090	63150	63030
Suma rămasă de rambursat	150000	100000	50000	0	156900	109500	57300	0

Table no. 1. Mortgage bond repayment through equal series and constant annuities

Elements	Depreciation through equal series				Depreciation through constant annuities			
	1	2	3	4	1	2	3	4
O_r	500	500	500	500	431	474	522	573
Yearly depreciation	5000	50000	50000	50000	43100	47400	52200	57300
Interest	2000	15000	10000	5000	20000	15690	10950	5730
Yearly amount	7000	65000	60000	55000	63100	63090	63150	63030
Remaining amount to be refunded	150000	100000	50000	0	156900	109500	57300	0

Tabelul nr. 2. Rambursarea împrumuturilor obligatate prin amortizare unică și prin cupon zero

Elemente	Amortizare unică	Amortizare prin cupon zero
----------	------------------	----------------------------

	1	2	3	4	1	2	3	4
O _r	0	0	0	2000	0	0	0	2000
Am. anuală	0	0	0	200000	0	0	0	200000
Dobândă	20000	20000	20000	20000	0	0	0	0
Suma anuală de plată	20000	20000	20000	220000	0	0	0	200000
Suma rămasă de rambursat	200000	200000	200000	0	200000	200000	200000	0

Table no. 2. Refund of mortgage bonds through unique depreciation and zero coupon

Elements	Unique depreciation				Zero coupon depreciation			
	1	2	3	4	1	2	3	4
O _r	0	0	0	2000	0	0	0	2000
Yearly depreciation	0	0	0	200000	0	0	0	200000
Interest	20000	20000	20000	20000	0	0	0	0
Yearly amount	20000	20000	20000	220000	0	0	0	200000
Remaining amount to be refunded	200000	200000	200000	0	200000	200000	200000	0

În cazul ultimei modalități, crenșierul firmei emitente realizează un câștig din diferența dintre prețul de emisiune și cel de rambursare. Costul de finanțare al acestei modalități este supus influenței mai multor factori, între care se înscriu:

- perioada de creditare;
- modalitatea de rambursare;
- garanțiile solicitate, numărul participanților implicați ș.a.
- În fundamentarea acestuia pot fi utilizați mai mulți indicatori, mai importanți fiind: valoarea actualizată netă și randamentul specific înregistrat până la maturitatea împrumutului. Astfel, valoarea actualizată netă se stabilește ca diferență între valoarea capitalului împrumutat (C_0) și valoarea actualizată a fluxurilor corespunzătoare anuităților (S_{ai}):

$$VAN = C_0 - \sum_{i=1}^n \frac{Sa_i}{(1+a)^i}$$

[2]

In the last way, the issuing company made a profit from the difference between issue price and the redemption. The cost of such financing arrangements shall be subject to the influence of several factors, including fall:

- Credit period;
- Refund modality;
- Requested guaranties, number of involved participants, etc.

- In it fundament may be used several indicators, most important being the net present value and yield specific registered the loan to maturity. Thus, the net present value is determined as the difference between the amount of borrowed capital (C_0) and the corresponding current flow annuities (S_{ai}):

$$VAN = C_0 - \sum_{i=1}^n \frac{Sa_i}{(1+a)^i}$$

[2]

unde a - rata de actualizare.

Al doilea indicator menționat este de fapt cea rată de actualizare pentru care VAN este zero:

$$C_0 = \sum_{i=1}^n \frac{Sa_i}{(1+r_a)^i} \quad [3]$$

În cazul în care se înregistrează o valoare negativă a indicatorului rezultă faptul că, în termeni reali, emitentul a suportat o sumă mai mare (exprimată în puterea de cumpărare din momentul emisiunii) și invers. Dacă se efectuează calcule pentru mai multe variante de finanțare, se impune alegerea celei care generează cea mai mare valoare actualizată netă. În selecția variantelor de finanțare se va lua în considerare cea care înregistrează cel mai mic nivel. Acest indicator nu poate fi determinat întodeauna prin calcule, impunându-se fundamentarea deciziei de finanțare mai ales prin determinarea VAN.

În țara noastră, finanțarea prin intermediul acestei modalități a constituit mai mult apanajul administrațiilor publice și nu al firmelor, datorită neîncrederii investitorilor în capacitatea acestora de a obține profit și implicit de a rambursa împrumutul și a achita costul de finanțare. Dacă se are în vedere însă contextul economic și financiar mondial actual, dificultățile înregistrate în contractarea de credite bancare cu care se confrunta agenții economice, previzibilitatea pe care o oferă instrumentele financiare cu venit fix în perioade cu volatilitate accentuată se poate considera că această alternativă de finanțare ar putea deveni atractivă pentru aceștia.

Oferta publică pentru vânzarea de obligațiuni se bazează pe aceleași principii ca și cea pentru vânzarea de acțiuni, derulându-se de regulă printr-un intermediar ce coordonează toate operațiile generate de finanțarea prin emisiunea de obligațiuni. Posibilitatea de a obține un împrumut obligatar este determinată într-o proporție însemnată de profilul de activitate și ramura în care se desfășoară activitatea. Finanțarea prin obligațiuni comportă atât avantaje cât și dezavantaje. Astfel dintre avantajele utilizării acestei modalități menționăm: determină mobilizarea unor resurse

where a - actualization rate.

The second mentioned indicator is actually the actualisation rate for which VAN is zero:

$$C_0 = \sum_{i=1}^n \frac{Sa_i}{(1+r_a)^i} \quad [3]$$

Where there is a negative indicator that results in real terms, the issuer has incurred a higher amount (expressed in purchasing power since issue) and vice versa. If calculations are carried out for more funding alternatives, the choice should be that which generates the highest net present value. In the selection of financing alternatives will be taken into consideration the record with the lowest level. This indicator cannot be determined always through calculations, being imposed the fundement financing decision, especially through VAN determination.

In our country, financing through this modality constituted the privilege of public administrations and not of public firms, because of the investors' lack of confidence in their capacity to gain profit. If the economic context, however, and current world financial difficulties in the contracting bank loans faced economic, predictability they offer financial instruments with fixed income in periods of increased volatility can be considered that the alternative funding could become attractive for them.

Public offer for the sale of bonds is based on the same principles as that for the sale of shares, taking place usually through an intermediary that coordinates all operations generated by financing through the issue of bonds. Possibility of obtaining a mortgage bond is significant determined to a profile of activity and industry which operates in.

Financing through bond behaves both advantages and disadvantages. Thus the use of the advantages mentioned

importante de finanțare; permite evitarea băncilor și a cheltuielilor bancare în procurarea resurselor necesare; se obține un profit mai mare pentru reinvestire decât în cazul finanțării prin emisiune de acțiuni; oferă posibilitatea rambursării anticipate în funcție de evoluția ratei dobânzii; nu modifică structura acționariatului; nu conferă creanțierilor întreprinderii drepturi în adoptarea deciziilor. În același timp însă, emisiunea de obligațiuni prezintă și dezavantaje, astfel: implică efectuarea unor cheltuieli financiare, indiferent de rezultatele înregistrate de societate; determină diminuarea lichidităților societății emitente ca urmare a obligativității rambursării împrumutului; există riscul ca operațiunea de subscriere să nu aibă succes.

4. Leasingul

Este o metodă de finanțare care, în esență, se poate asimila împrumutului, fiind utilizat de firmele care nu pot să obțină credite de la bănci sau nu doresc să-și greveze bunurile mobile sau imobile prin instituirea unor gajuri sau a unor ipotecii. Firma utilizatoare a obiectivelor de investiții ce se dobândesc nu are calitatea de proprietar ci de uzufructier, chiriaș în acest contract. Deci, din punct de vedere contabil, debitorul nu are calitatea de proprietar, bunul neapărând în activul său bilanțier. Însă, angajamentele de leasing figurează obligatoriu în datorii extrabilanțiere. Plățile efectuate de debitor acoperă atât amortizarea împrumutului cât și costul acestuia respectiv remunerarea normală a capitalului adus de societatea de leasing (dobânda, comisionul și o primă de risc). Pentru stabilirea costului leasingului poate fi utilizată egalitatea următoare (costul explicit al leasingului este dat de rata de actualizare „a”):

$$\sum_{i=1}^n \frac{F_{ini}}{(1+a)^i} = \sum_{i=1}^n \frac{F_{ei}}{(1+a)^i} \quad [4]$$

unde: F_{ini} – fluxurile de intrare în anul „i”;

F_{ei} – fluxurile de ieșire în anul „i”;

Relația prezentată se aplică în mod

ways: determining the mobilization of resources for financing; avoid banks and banking expenses in procuring resources necessary to obtain a better return on reinvested only if financing by issuing shares, gives the anticipated reimbursement. Depending on the evolution rate, does not alter the structure of shareholders, confer rights in the decisions.

At the same time, however, the issue of bonds presents disadvantages, as involving the making of financial charges, regardless of the results recorded by the company, determines the reduction of liquidity as a result of issuing compulsory repayment of the loan, there is a risk that the subscription is not successful.

4. Leasing

Is a financing method that, in essence, can be similar to the loan, being used by the companies that cannot obtain credits or do not want to strike the mobile or immobile goods through mortgages. The company user of the investment objectives does not have the quality of owner, but beneficial owner, tenant in this contract. So, in accounting terms, the debtor has no capacity of owner, the good not-appearing in his balance. But leasing appears in mandatory debt sheet. Payments made by borrower cover both the and loan amortization cost that normal remuneration of capital brought by the leasing company (interest, commission and a risk bonus)

To establish the cost of the contract it can be used the following equality (explicit cost of leasing is given by the actualisation rate “a”):

$$\sum_{i=1}^n \frac{F_{ini}}{(1+a)^i} = \sum_{i=1}^n \frac{F_{ei}}{(1+a)^i} \quad [4]$$

diferit pentru cele două părți implicate (finanțator și utilizator), întrucât fluxurile de intrare pentru locator reprezintă fluxuri de ieșire pentru locatar și invers. Practic, costul leasingului pentru locator este o contrapartidă a ratei rentabilității pentru locatar. Spre exemplu, o societate de leasing cumpără un utilaj în valoare de 250 mii lei, cu o durată normală de utilizare aleasă de 5 ani. Prin contractul de leasing încheiat cu un locatar, chiria anuală este stabilită la 75 mii lei., iar valoarea reziduală este nulă. Cota de impozit pe profit este de 16%.

Costul leasingului suportat de locator, dacă se utilizează regimul de amortizare liniară, se stabilește astfel:

$$\sum_{i=1}^n \frac{C_i(1-I_p) + I_p \times A_i}{(1+a)^i} + \frac{V_r}{(1+a)^n} = V_I$$

[5]

$$\sum_{i=1}^5 \frac{75 \times 0,84 + 0,16 \times 50}{(1+a)^5} + 0 = 250$$

$$\sum_{i=1}^5 \frac{63 + 8}{(1+a)^5} = 250$$

$$\sum_{i=1}^5 \frac{1}{(1+a)^5} = 3,5211$$

$$\Rightarrow a \in (12,13)$$

$$\text{Pentru } a = 12\%: 71 \times 3,6048 - 250 = 5,9408$$

$$\text{Pentru } a=13\%: 71 \times 3,5172 - 250 = -0,2488$$

Din ecuația dreptei care trece prin două puncte rezultă:

$$\frac{x-x_1}{x_2-x_1} = \frac{y-y_1}{y_2-y_1} \quad [6]$$

$$\frac{x-12}{13-12} = \frac{0-5,9408}{-0.2488-5,9408}$$

$$\frac{x-12}{1} = \frac{5,9408}{6,1896}$$

$$x = 12,905\%$$

where:

F_{ini} – entrance fluxes in the year „i”;

F_{ei} – exit fluxes in the year „i”;

The relationship presented is applied in different ways for both parties (user and financier), whereas flows to the lessor are input output flows tenant and vice versa. Basically, the cost of leasing is an inmate to return to profitability rate tenant. For example, a leasing company buys a machine worth 250 thousand lei, with a normal duration of use chosen by 5 years. By leasing contract with a tenant, annual rent is set at 75 thousand lei. And the residual value is zero. Rate of tax is 16%.

Leasing cost borne by the lessor, when using the linear depreciation is fixed as it follows:

$$\sum_{i=1}^n \frac{C_i(1-I_p) + I_p \times A_i}{(1+a)^i} + \frac{V_r}{(1+a)^n} = V_I$$

[5]

$$\sum_{i=1}^5 \frac{75 \times 0,84 + 0,16 \times 50}{(1+a)^5} + 0 = 250$$

$$\sum_{i=1}^5 \frac{63 + 8}{(1+a)^5} = 250$$

$$\sum_{i=1}^5 \frac{1}{(1+a)^5} = 3,5211$$

$$\Rightarrow a \in (12,13)$$

$$\text{For } a = 12\%: 71 \times 3,6048 - 250 = 5,9408$$

$$\text{For } a= 13\%: 71 \times 3,5172 - 250 = -0,2488$$

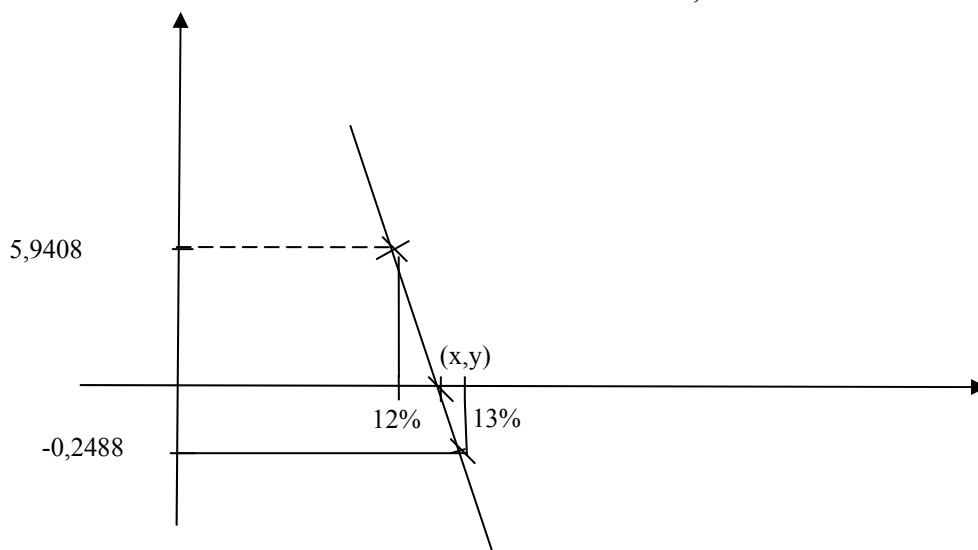
From the equation of the right line that goes through two points results:

$$\frac{x-x_1}{x_2-x_1} = \frac{y-y_1}{y_2-y_1} \quad [6]$$

$$\frac{x-12}{13-12} = \frac{0-5,9408}{-0.2488-5,9408}$$

$$\frac{x-12}{1} = \frac{5,9408}{6,1896}$$

$$x = 12,905\%$$



Graficul nr.1 Determinarea coordonatelor punctului aferent costului de actualizare ce determină egalitatea dintre fluxurile de intrare și fluxurile de ieșire

Graphic no.1 Coordinates determination of the actualisation cost point that determines the quality between the entrance and exit fluxes

În cazul în care contractul se încheie pe termen mai scurt nu se aplică relația bazată pe actualizarea elementelor precizate. Considerăm că o firmă dorește să achiziționeze o mașină în sistem leasing, cu o valoare de 18912 euro (preț fără tva), în următoarele condiții: avans- 50%; comision management- 2%; dobânda de finanțare- 10%; număr rate-12; valoare reziduală- 0. În acest caz, firma va suporta un cost de finanțare de 970,1 euro (dobândă și comision de management), așa cum rezultă din tabelul nr. 3):

If the contract is concluded for shorter period shall not apply to the relationship based on updating elements specified. We believe that a company wants to buy a car on lease, with a value of 18912 Euro (price without VAT), in the following conditions: advance-50% management fee 2% interest rate financing-10% rate number-12; residual value-0. In this case, the company will incur a cost of 970.1 Euros financing (interest and management fee), as shown in Table. 3):

Tabelul nr. 3. Costul finanțării prin leasing

Elemente	%	Fără TVA	Cu TVA
Preț achiziție		18912	22505,28
Avans client	50%	9456	11252,64
Valoare finanțată		9456	11252,64
Comision management	2%	378,24	450,11
Dobândă finanțare	10%	519,99	519,99
Număr rate		12	
Total contract		19810,20	23475,34

Table no. 3. Leading financing cost

Element	%	Without VAT	With VAT
Acquisition price		18912	22505,28
Client advance	50%	9456	11252,64
Financing value		9456	11252,64
Commission management	2%	378,24	450,11
Financing interest	10%	519,99	519,99
Rates number		12	
Total contract		19810,20	23475,34

Costul de finanțare crește pe măsură ce se extinde perioada de achitare a ratelor și avansul achitat de firma solicitantă este mai mic. Finanțarea în sistem leasing implică anumite avantaje:

- firma utilizatoare poate să-și canalizeze resursele proprii pentru alte scopuri, evitând imobilizarea acestora în active de folosință îndelungată și să acceseze tehnologiile noi din domeniu, întrucât, la sfârșitul perioadei stabilită prin contractul de leasing, poate returna bunul societății de leasing și poate încheia un nou contract de leasing pentru un bun cu parametri tehnico-funcționali superiori;
- bunul obținut constituie și garanție pentru operația respectivă, capitalul propriu al firmei rămânând neangajat legal;
- locatarul poate efectua plata taxelor vamale la finalul contractului în cazul bunurilor din import, la valoarea reziduală;
- se înregistrează facilități fiscale (în cazul contractului de leasing financiar bunurile care fac obiectul acestuia se înregistrează ca mijloace fixe în contabilitatea utilizatorului acesta deducând cheltuielile cu amortizarea lui, iar din rata de leasing cheltuielile cu dobânda; în cazul contractului de leasing operațional, bunul se înregistrează ca mijloc fix în contabilitatea societății de leasing iar valoarea ratei de leasing este în totalitate cheltuială deductibilă pentru utilizator);
- procedura de obținere a unei finanțări în sistem leasing cât și derularea unui asemenea contract sunt mult mai facile decât în cazul creditării

The cost of funding increases as it extends the period for payment of rates and the advance paid by the applicant firm is lower. Financing lease involving certain advantages:

- business user can channel their resources for other purposes, avoiding immobilization in active use and access to new technologies in the field, whereas at the end of the period fixed by the lease, return the property leasing company and may end a new leasing contract for a good technical parameters with high functional;
- the good obtained constitutes also a guaranty, the firm's capital remaining legally not-engaged;
- tenant may perform the duty to end the contract in the case of imported goods, to the residual value;
- recorded tax (if the contract of finance lease assets which are subject to it shall be recorded as fixed assets in the accounts of the user deducting depreciation costs, and the leasing costs of interest, in the case of the operational leasing, the asset is recorded as fixed asset accounting in the leasing company and the lease rate is fully deductible expense to the user);
- the procedure for obtaining a lease in the funding and conduct of such a contract are more facile than for the

bancare;

- societatea de leasing poate să ofere anumite servicii efectuate legate de instalare, punere în funcțiune ș.a..

Această modalitate de finanțare sunt determină și dezavantaje, legate în primul rând de costul de finanțare ridicat (ceea ce impune obținerea unei rentabilități cel puțin acoperitoare) precum și de faptul că afectează autofinanțarea viitoare datorită obligațiilor periodice de plată iar neachitarea unei rate atrage după sine pierderea bunului și obligația de plată a tuturor ratelor restante (în perioada actuală foarte multe firme sunt puse în imposibilitatea de a-și achita ratele la bunurile achiziționate în sistem leasing). De asemenea, spre deosebire de creditul bancar, în cazul leasingului, transferul dreptului de proprietate se realizează după achitarea ultimei rate.

Ultimele măsuri legislative adoptate în domeniul fiscal afectează însă și această modalitate de finanțare în cazul achizițiilor de autoturisme. Astfel, nu se mai acordă deducerea TVA la achiziționarea de mașini noi de către persoane juridice și firme de leasing, fapt ce-i va determina pe mulți agenți economici să se reorienteze spre alte modalități de finanțare.

5. Determinarea costului marginal al capitalului utilizat- element de fundamentare a deciziei de finanțare

Opțiunea pentru o modalitate sau alta de finanțare trebuie să se fundamenteze și pe dimensionarea costului marginal al capitalului utilizat. Altfel spus, nu este suficientă o comparare a costului specific fiecărei surse de finanțare ci și o analiză a costului fiecărei unități suplimentare de capital alocat, astfel încât să se poată realiza o comparație între efectele generat de procesul de finanțare prin diferite modalități.

Pentru exemplificare putem considera următoarea situație: un agent economic dispune de capital propriu de 200 u.m. iar valoarea capitalului împrumutat este de 50 u.m. din profitul exercițiului expirat a decis acordarea de dividende într-un procent de 10% iar pentru capitalul împrumutat suportă un cost total de 25%. Pentru finanțarea unui proces investițional înregistrează nevoi

lending bank;

- the leasing company can provide certain services performed related to the installation, putting into service, etc..

This way of funding determines also disadvantages, primarily related to high cost of financing (which requires obtaining a yield at least cover) and that affect future self because of periodic and non-payment of instalments shall entail the loss asset and obligation to pay all outstanding rates (in many companies today are unable to pay rates on goods purchased in lease). Also, unlike bank credit, when leasing, transfer of ownership is achieved after the last payment rate.

Last legislative measures adopted in the fiscal area affect this mode of financing for purchases of cars. Thus, is not given tax deduction granted to the purchase of new machines by legal and leasing companies, which will cause them many economic agents to shift to other ways of financing.

5.Determining the marginal cost of capital used - foundation element of the financing decision

Option for another way of funding should be base on sizing and marginal cost of capital used. In other words, is not sufficient to compare the cost of specific sources of funding but also an analysis of the cost of each additional unit of capital allocated so as to make a comparison between the effects generated by the process of financing through various.

For example we can consider the following situation: an economic agent has capital of 200 m.u and the borrowed capital is 50 m.u in the profits of the year has expired dividends in providing a figure of 10% and the capital lent support for a total cost of 25%.

To fund a record investment needs more than 50 um can be covered either by a

suplimentare de 50 u.m. ce pot fi acoperite fie printr-un credit bancar fie prin emisiunea de noi acțiuni, fiind decisă și majorarea ratei de dividend la 12%. În această situație, compartimentul financiar poate calcula costul marginal aferent fiecărei opțiuni (tabelul nr. 4):

bank credit or by issue of new shares being determined and the rate of dividend increase to 12%. In this case, the section may calculate the corresponding marginal cost of each option (table no. 4):

Tabelul nr. 4 Determinarea costului marginal pe tipuri de surse de finanțare

Elemente	Situație inițială			Împrumut bancar			Emisiune de acțiuni		
	K_{pr}	K_i	K_t	K_{pr}	K_i	K_t	K_{pr}	K_i	K_t
Structura capital	200	50	250	200	100	300	250	50	300
Pondere componente (%)	80	20	100	68,67	33,33	100	83,33	16,67	100
Cost componente (%)	10	25	-	12	25	-	12	25	-
Pondere x cost/100	8	5	-	8,24	8,33	-	9,99	4,17	-
Cost marginal				16,57-13 = 3,57			14,16-13 = 1,16		

Table nr. 4 Determination of marginal cost by type of funding

Elements	Initial situation			Bank loan			Issuance of shares		
	K_{pr}	K_i	K_t	K_{pr}	K_i	K_t	K_{pr}	K_i	K_t
Capital structure	200	50	250	200	100	300	250	50	300
Share component (%)	80	20	100	68,67	33,33	100	83,33	16,67	100
Cost components (%)	10	25	-	12	25	-	12	25	-
Ponder x cost/100	8	5	-	8,24	8,33	-	9,99	4,17	-
Marginal cost				16,57-13 = 3,57			14,16-13 = 1,16		

Din analiza datelor se poate constata că a doua opțiune generează un cost al capitalului suplimentar mai mic decât prima. Însă, analiza nu trebuie să rămână la acest nivel iar rezultatele să fie interpretate în mod singular. Astfel, costul marginal trebuie comparat cu rata de rentabilitate marginală iar costul capitalului propriu trebuie stabilit în raport de rata de rentabilitate financiară cerută de acționari. Ori, un agent economic ce nu a remunerat în mod constant capitalurile acționarilor se poate confrunta cu dificultăți în convingerea acționarilor sau a unor investitori străini pentru alocarea sau investirea de capitaluri suplimentare.

6. Concluzii

Structura financiară și opțiunea pentru o anumită structură reprezintă o decizie importantă a politicii de finanțare, întrucât echilibrul financiar al firmei independența în gestionare sunt condiționate

Data analysis may find that the second option generates an additional cost of capital lower than the first. However, the analysis should not remain at this level and the results should be interpreted as singular. Thus, marginal cost must be compared with the rate of return and marginal cost of capital, should be set in relation to financial rate of return required by shareholders. Maybe, a trader who has not paid regularly the shareholders may face difficulties in the conviction of the shareholders or foreign investors to allocate capital investment or additional.

6. Conclusions

Financial structure and option for a given structure is an important decision for the policy of funding since the financial equilibrium of the firm's independence in management is conditioned by these. Option for the equity /

de acestea. Opțiunea pentru raportul capitaluri proprii/capitaluri împrumutate nu trebuie să fie determinată doar de dorința de obținere a unei rentabilități ridicate ci și de riscul pe care consimte să și-l asume managerul. În fundamentarea deciziei de finanțare se impune optimizarea intereselor acționarilor, creditorilor, statului precum și analiza influenței exercitată de factorii financiari și indicatorii macroeconomici.

Agenții economici din țara noastră s-au orientat cu preponderență spre finanțarea prin îndatorarea bancară și leasing și mai puțin spre emisiunea de acțiuni sau obligațiuni. Totuși, datorită apariției pe piață a unei diversități de instrumente de finanțare și a diminuării riscurilor s-a înregistrat o tendință de orientare spre o structură financiară variată, care permite înregistrarea unui raport optim între rentabilitatea determinată de resursele utilizate și riscul generat de utilizarea lor.

Dacă avem în vedere rezultatele din exemplele anterioare, putem concluziona că decizia de a opta pentru leasing sau de a cumpăra un bun prin apelarea la creditul bancar trebuie fundamentată prin compararea costurilor de finanțare ale celor două alternative și alegerea acelei surse de finanțare cu cel mai mic cost. Înregistrarea unor condiții mai dificile în utilizarea emisiunilor de acțiuni și accesarea creditelor bancare a determinat creșterea interesului investitorilor pentru obligațiuni, ca urmare a faptului că sunt generatoare de venituri sigure, neafectate de trendul economiei și al situației financiare a firmei emitente. De asemenea, se impune o analiză a efectului de îndatorare, respectiv a impactului îndatorării asupra rentabilității financiare, astfel încât, rezultatul final să fie maximizarea valorii întreprinderii.

Bibliografie

Dobrotă G., *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Spirit Românesc, Craiova, 2003;
Sichigea, N., Giurcă Vasilescu L., *Gestiunea financiară a întreprinderii. Teorie și aplicații*, Editura Universitaria, Craiova, 2007;
Stancu, I., *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Economică, București, 2003;
Vintilă, G., *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică și Pedagogică, București, 2005.

borrowed capital should be determined only by the desire of obtaining a higher yield but also the risk that the manager wants to take. In substantiation of the decision is necessary to optimize the funding interests of shareholders, creditors, and analyze the influence of financial factors and macroeconomic indicators.

Operators in our country have been targeted mainly to finance through bank debt and leasing rather than to issue shares or bonds. However, due to the emergence on the market a variety of financing instruments and risk reduction has been a trend-oriented diversified financial structure, which permits the best possible combination of profitability driven by inputs and risk generated by their use.

If we consider the results of the previous examples, we can conclude that the decision to opt for leasing or purchasing a good credit through the banking needs basis by comparing the cost of financing of the two alternatives and that choice of funding sources with the lowest cost. Registration of more difficult schedules in the use of actions and access to bank loans increased interest of investors for bonds, because that is revenue generating reliable, unaffected by the trend of economic and financial situation of the issuing company. Also, it is imposed a review of the effect of indebtedness and the impact on the profitability of financial indebtedness, so that the final result should be the maximization of the enterprise value.

Bibliography

Dobrotă G., *Financial management of the enterprise*, Spirit Românesc Publishing house, Craiova, 2003;
Sichigea, N., Giurcă Vasilescu L., *Financial management of the enterprise. Theory and applications*, Universitaria Publishing house, Craiova, 2007;
Stancu, I., *Financial management of the enterprise*, Economic Publishing house, Bucharest, 2003;
Vintilă, G., *Financial management of the enterprise*, Didactic and Pedagogic Publishing house, Bucharest, 2005